



PENYUSUNAN FORECASTING LAPORAN KEUANGAN MENGGUNAKAN WEIGHTED MOVING AVERAGE DAN PENILAIAN PENYERTAAN MODAL NEGARA PADA BUMN KONSTRUKSI: STUDI KASUS PT WASKITA KARYA (PERSERO)

Agung Dinarjito
Politeknik Keuangan Negara STAN

Alamat Korespondensi: agung.dinarjito@pknstan.ac.id

INFORMASI ARTIKEL

Diterima Pertama
[20 08 2022]

Dinyatakan Diterima
[17 09 2022]

KATA KUNCI:
BUMN, Forecasting, Laporan keuangan, Penilaian

KLASIFIKASI JEL:
M40, M41

Forecasting financial statements and business valuations are integrated into the process of evaluating the Government's equity participation in SOEs. Forecasting financial statements is used to see the viability of the company in terms of performance and financial position. This research is descriptive research with a case study approach with the object of research is PT Waskita Karya (Persero) Tbk (WSKT). The purpose of this study is to make financial report projections using the moving average method, conduct business valuations and stock intrinsic valuations, as well as assess the Government's equity participation in WSKT. The data used is secondary data taken from various sources. The results of this study indicate that the projection of financial statements can be done using the moving average method. In addition, the assessment results show that the business value of WSKT as measured by the FCFF method is Rp134.125 trillion. Then, the intrinsic value of WSKT shares per share is Rp1,269 (FCFF), Rp17.45 (DGM). The value of the Government's equity participation in WSKT after considering DLOM and PFC is IDR 40 trillion (weighting method) and IDR 13 trillion (market difference method)..

ABSTRAK

Peramalan laporan keuangan dan penilaian usaha menjadi satu kesatuan proses penilaian penyertaan modal Pemerintah pada BUMN. Peramalan laporan keuangan digunakan untuk melihat kelangsungan hidup perusahaan dari sisi kinerja dan posisi keuangannya. Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif dengan pendekatan studi kasus dengan obyek penelitian adalah PT Waskita Karya (persero) Tbk (WSKT). Tujuan penelitian ini adalah untuk membuat proyeksi laporan keuangan menggunakan metode moving average, melakukan penilaian usaha dan penilaian intrinsik saham, serta melakukan penilaian penyertaan modal Pemerintah pada WSKT. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diambil dari berbagai sumber. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa proyeksi laporan keuangan dapat dilakukan menggunakan metode moving average. Selain itu, hasil penilaian menunjukkan bahwa nilai bisnis WSKT yang diukur dengan metode FCFF adalah Rp134,125 triliun. Kemudian, nilai intrinsik saham WSKT per lembar adalah Rp1.269 (FCFF), Rp17,45 (DGM). Untuk nilai penyertaan modal Pemerintah pada WSKT setelah mempertimbangkan DLOM dan PFC adalah Rp40 triliun (Metode Pembobotan) dan Rp13 triliun (Metode Perbedaan Nilai Pasar).

ABSTRACT

1. PENDAHULUAN

Pandemi covid-19 telah menyebabkan penurunan kinerja Sebagian besar perusahaan milik negara atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN), salah satunya ada di sektor konstruksi. Penurunan kinerja tersebut menyebabkan turunnya harga saham pada perusahaan BUMN sektor konstruksi. Selama 2021, *return* saham BUMN sektor konstruksi kompak turun. Bahkan tiga dari empat saham BUMN Konstruksi turun lebih dari 40% seperti tabel 1 di bawah.

Tabel 1: Return Saham Tahun 2021

Saham	Return saham 2021
WSKT	-33,76%
ADHI	-41,69%
WIKA	-44,33%
PTPP	-46,92%

Sumber: Bursa Efek Indonesia dalam Fernando, 2021

Seperti kita ketahui, bahwa BUMN sektor konstruksi menjadi salah satu tulang punggung pembangunan infrastruktur Pemerintah. Apalagi dengan adanya keputusan pemindahan Ibu Kota Negara (IKN), akan banyak penugasan Pemerintah kepada BUMN konstruksi untuk ikut ambil dalam pembangunan infrastruktur tersebut. Pembangunan IKN membutuhkan banyak biaya dan selain Pemerintah sendiri, pihak swasta dan BUMN diharapkan untuk dapat ambil bagian menyukseskan pembangunan tersebut. Bahkan, seperti diketahui bahwa biaya yang diperlukan dalam proses pembangunan IKN sampai dengan tahun 2021 adalah sekitar Rp501 triliun, dan hampir separuhnya akan dibiayai oleh swasta/BUMN/BUMD/KPBU, yaitu sekitar 46,7% (Farisa, 2022).

PT Waskita Karya (Persero) (WSKT) merupakan salah satu BUMN konstruksi dengan return saham paling tinggi selama tahun 2021 yaitu mengalami capital loss paling kecil. Harga saham WSKT selama setahun terakhir turun sangat tajam. Hal ini bisa dilihat pada Gambar 1 dimana harga saham pada 15 Oktober 2021 berada pada Rp1,035 kemudian pada 10 Agustus 2022 pada Rp530 dan 11 Agustus 2022 sesi pagi ditutup pada Rp545.

Gambar 1: Kinerja Saham WSKT



Sumber: finance.yahoo.com, 2022

Pada tahun 2021, WSKT mengalami berbagai permasalahan yang menyebabkan harga saham mengalami penurunan. Utang yang semakin besar dan kerugian yang diderita selama pandemi covid menjadi beberapa permasalahan yang diderita oleh WSKT.

Selain itu, anak perusahaan WSKT yang bernama PT Waskita Beton Precast Tbk atau WSBP digugat pailit karena mengalami kesulitan pembayaran utang (Idris, 2021).

Hal-hal di atas yang memberikan sinyal negatif pada kinerja saham WSKT. Namun, di 2022, WSKT optimis akan ada perbaikan kinerja perusahaan. Ihasunul Kamil, Wakil Ketua Umum Kadin dalam Waseso (2022) memperkirakan bahwa sektor konstruksi diperkirakan akan tumbuh 7,2%. Selain itu, menurut Azka (2022), di paruh pertama WSKT mencetak kontrak baru senilai Rp9,31 triliun yang naik hampir 2 kali lipat untuk periode yang sama di tahun 2021. Hal ini menandakan adanya pergerakan positif pada kinerja WSKT di 2022. Kondisi WSKT menjadi menarik diteliti untuk melihat keberlangsungan usaha dengan melihat permasalahan yang ada saat ini.

Dalam setiap penugasan Pemerintah, BUMN akan diberikan dukungan Pemerintah baik dalam bentuk tambahan penyertaan modal negara (PMN) atau dalam bentuk jaminan Pemerintah. Setiap dukungan Pemerintah atas BUMN harus dapat dikelola dengan baik, sehingga akan memberikan nilai tambah bagi Pemerintah. Salah satu nilai tambah yang diharapkan Pemerintah adalah naiknya kekayaan Pemerintah yang salah satunya dapat dilihat dari harga saham.

Salah satu cara untuk melihat adanya nilai tambah atas kinerja BUMN adalah dengan melihat nilai intrinsik saham sebagai bukti kepemilikan Pemerintah atas perusahaan tersebut. Nilai intrinsik saham dapat diperoleh dari berbagai cara. Pinto (2020) menyebutkan ada beberapa metode yang dapat digunakan untuk menemukan nilai intrinsik saham, salah satunya dengan *multiple prices*. Titman et al. (2018) juga menyebutkan bahwa saham dapat dinilai menggunakan metode *discounted dividend model*. Kemudian Kazlauskiene (2008) menggunakan *metode value drivers* untuk menentukan berapa nilai saham perusahaan.

Selain mencari nilai saham dengan cara langsung, saham dapat dinilai dengan menghitung nilai usaha (*business value*). Hal ini dikarenakan bahwa nilai saham sangat tergantung dari *going concern* perusahaan. Subramanyam (2014), Chachanoy (2019) dan Saurin (2009) menyatakan bahwa ada berbagai pendekatan untuk menghitung nilai usaha (*business valuation*) salah satunya adalah *discounted cash flow model*.

Penilaian menjadi kegiatan yang dilakukan untuk mengetahui berapa nilai suatu obyek penilaian. Dalam hal nilai intrinsik saham atau nilai bisnis (usaha) maka dikenal dengan penilaian ekuitas dan penilaian bisnis. Dalam standar penilaian dan peraturan yang ada, sering digunakan istilah penilaian bisnis. Berdasarkan Standar Penilaian Indonesia (SPI 330) disebutkan bahwa penilaian bisnis dapat dilakukan dengan tiga pendekatan, yaitu pendekatan asset, pendekatan pasar dan pendekatan pendapatan. Hal ini senada dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK)

Nomor 35/POJK.04/2020. Dalam metode asset, maka perusahaan akan dinilai berdasar nilai asset perusahaan. Kemudian untuk metode pasar, saham akan dinilai menggunakan harga pasar sahamnya. Pendekatan pendapatan digunakan dengan melihat proyeksi aliran kas karena perusahaan going concern. Beberapa penelitian terdahulu seperti Moro-Visconti (2020) menggunakan *scalability* dan penilaian pasar dalam menilai perusahaan. Kemudian Dranko (2020) menilai perusahaan dengan tiga model dari pendekatan pasar, pendapatan, dan aset.

Dalam melakukan penilaian bisnis, perlu memperhatikan kondisi industri, strategi perusahaan, lingkungan bisnis perusahaan dan kinerja perusahaan Subramanyam (2014). Selain itu, *Environmental, Social, dan Corporate Governance* (ESG) juga diyakini menjadi salah faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan (Giese, 2019). ESG dianggap salah satu faktor penting untuk melihat *sustainability* perusahaan. Namun, dalam penentuan nilai perusahaan, faktor-faktor selain keuangan, penilaiannya tidak dapat diukur dengan andal. Hal ini dikarenakan belum ada standar yang berlaku untuk mengkuantifikasi *non-financial information*. Selain itu, pedoman seperti GRI Standard, masih belum dapat dikuantifikasi dalam menghitung nilai intrinsik perusahaan. Faktor non-keuangan tersebut hanya dapat digunakan untuk membuat asumsi-asumsi dalam melakukan proyeksi laporan keuangan.

Penyusunan rencana laporan keuangan atau sering disebut sebagai *forecasting* laporan keuangan merupakan salah satu kegiatan perencanaan teknis yang selalu dilakukan oleh perusahaan. Perencanaan laporan keuangan atau penyusunan proforma menjadi bagian tak terpisahkan dalam menyusun rencana kerja perusahaan, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Penyusunan *forecasting* laporan keuangan sangat bermanfaat untuk berbagai kegiatan, salah satunya adalah dalam melakukan penilaian bisnis perusahaan atau di dalam melakukan evaluasi atas kinerja perusahaan.

Dalam konteks penilaian perusahaan, pembuatan *forecasting* laporan keuangan sering dilakukan pada saat perusahaan menggunakan metode *discounted cash flows* (Titman et al., 2018) atau menggunakan pendekatan pendapatan apabila menggunakan Standar Penilaian Indonesia (SPI) 330 (Komite Penyusun Standar Penilaian Indonesia, 2018).

Dalam penilaian usaha, *forecasting* atau peramalan keuangan perusahaan menjadi hal utama untuk dapat menentukan nilai perusahaan. Penilaian ekuitas menggunakan *dividend growth model* menggunakan peramalan dividen (Titman et al., 2018), metode *discounted cash flow* menggunakan proyeksi laporan keuangan untuk menentukan aliran kas bebas di masa depan, metode *residual income model* juga menggunakan proyeksi laporan keuangan untuk menghitung pendapatan residunya (Subramanyam, 2014).

Banyak metode untuk melakukan proyeksi laporan keuangan, salah satunya adalah *percentage of sales* (Titman et al., 2018). Ikeda (2004) melakukan proyeksi laporan keuangan dengan menggunakan *decision tree monte carlo*. Selanjutnya, Subramanyam (2014) menggunakan metode *operating income* yang memisahkan *operating asset* dan *non-operating asset* untuk menghitung *operating income*-nya. Metode di atas menjadi metode standar yang digunakan dalam buku manajemen keuangan untuk melakukan peramalan dan proyeksi laporan keuangan.

Menurut penulis, metode di atas masih terlalu sederhana karena tidak melihat secara rinci atas akun-akun yang ada di laporan keuangan. Selain itu, metode yang disebut sebelumnya tidak mengaitkan perubahan satu akun dengan akun yang lainnya. Berbeda dengan metode yang sering disebutkan di atas, dalam penelitian ini, penulis akan mencoba menggunakan metode lain yaitu *moving average* yang sering digunakan dalam memproyeksi nilai *inventory* (Hayuningtyas, 2017). Metode tersebut lebih tepat karena memberikan bobot lebih tinggi pada data-data terkini daripada data-data yang lebih lama. Hal ini akan memberikan peramalan yang sesuai kondisi terkini dari perusahaan. Metode ini memiliki kelebihan bahwa cukup efektif dalam menentukan trend yang sedang terjadi di *market* (Silvya et al., 2020; Suhendra et al., 2021).

Peramalan menggunakan metode *moving average* dalam penelitian ini akan dikaitkan dengan analisis kaitan antar akun dan digunakan pada laporan laba rugi dan laporan posisi keuangan untuk bagian aset operasional. Untuk bagian lain dari laporan posisi keuangan, yaitu liabilitas dan kewajiban akan diramalkan menggunakan *moving average*, kontrak atau data pasar sesuai dengan catatan atas laporan keuangan. Berdasarkan hasil pencarian penelitian terdahulu, belum ada penelitian yang menggunakan metode *moving average* dalam proses peramalan laporan keuangan perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas, penulis tertarik untuk melakukan peramalan laporan keuangan menggunakan metode *moving average* dan melakukan penilaian penyertaan modal Pemerintah pada BUMN dengan metode *discounted free cash flow* sesuai SAP 330 dan *dividend growth model*. Dalam penelitian ini, penulis akan menggunakan WSKT sebagai obyek penelitian.

2. KERANGKA TEORI

2.1. Teori Keagenan

Jensen & Meckling (1976) menjelaskan hubungan keagenan sebagai korelasi antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajemen (*agent*) yang diikat dalam suatu kontrak untuk mengelola perusahaan dalam mencapai tujuan yang telah disepakati. Dalam sistem pembangunan ekonomi nasional, Pemerintah dan BUMN merupakan pihak-pihak yang sesuai dengan konsep hubungan keagenan.

BUMN merupakan agen sesuai Peraturan Perencanaan Pembangunan Nasional 2020 yang menyebutkan bahwa BUMN Merupakan agen pembangunan nasional dan Pemerintah merupakan prinsipal yang menyerahkan kewenangan kepada BUMN untuk membantu mencapai tujuan pembangunan pemerintah Indonesia.

Konflik keagenan antara BUMN dan Pemerintah dapat muncul apabila target yang direncanakan pemerintah tidak tercapai, sedangkan BUMN sebagai agen juga memiliki target lain sebagai entitas ekonomi. Sebagai perusahaan milik negara, BUMN dibentuk untuk memberikan nilai tambah bagi kebutuhan masyarakat melalui alokasi sumber daya secara efisien. Hal ini selaras dengan tujuan BUMN yang diungkapkan oleh OECD (2015). Sementara itu World Bank (2015) juga menyatakan bahwa BUMN hadir sebagai alat bagi pemerintah untuk memitigasi kegagalan pasar, meningkatkan perkembangan industri tertentu, mengembangkan perekonomian, dan mengupayakan stabilitas harga suatu produk tertentu.

2.2. Teori Sinyal

Teori sinyal (Spence, 1973 dalam Ghozali, 2020) menjelaskan mengenai keputusan yang diambil berdasarkan suatu informasi yang memberikan tanda tertentu. Dalam kaitannya dengan praktik di bidang keuangan, teori ini menjelaskan bagaimana manajemen memberikan sinyal melalui informasi kepada stakeholders untuk mempengaruhi perilaku mereka. Laporan keuangan merupakan salah satu informasi yang dapat mempengaruhi perilaku stakeholders.

BUMN sebagai sebuah entitas bisnis memiliki kewajiban untuk menyampaikan laporan keuangan. Dewan Standar Akuntansi Keuangan (Ikatan Akuntan Indonesia, 2019) menyatakan bahwa laporan keuangan berfungsi sebagai media dalam penyampaian informasi keuangan kepada investor, pemberi pinjaman, kreditor, dan pihak lainnya. Pada tahap selanjutnya, Subramanyam (2014) menyatakan bahwa atas informasi yang disajikan dalam laporan keuangan, pengguna melakukan analisis untuk dapat memberikan penilaian atas keberlangsungan bisnis perusahaan. Laporan keuangan merupakan salah satu upaya untuk menjaga transparansi dan akuntabilitas BUMN sebagaimana ditegaskan OECD dalam menghadapi permasalahan keagenan.

Dalam bagian lain, Rokhlinasari (2014) mengungkapkan bahwa informasi akuntansi dapat memberikan sinyal prospek perusahaan pada masa mendatang baik sinyal positif (*good news*) atau sebaliknya sinyal negatif (*bad news*). Connelly et al., (2011) mengungkapkan bahwa *Signaling theory* menjelaskan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Spence (1973) dalam (Ghozali, 2020) mendefinisikan sinyal (*signal*) sebagai suatu aktivitas atau atribut, baik sengaja maupun tidak

sengaja, mengubah keyakinan atau menyampaikan informasi kepada pihak lain.

2.3. Penilaian Bisnis

Menurut Standar Penilaian Bisnis (SPI) 330, yang dimaksud dengan penilaian bisnis adalah suatu proses untuk memperkirakan nilai suatu perusahaan, baik yang bersifat *going concern* (berjalan atau beroperasi) maupun yang tidak, termasuk berbagai kepentingan dan kepemilikan (*business ownership interest*), serta transaksi dan kegiatan yang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan (Komite Penyusun Standar Penilaian Indonesia, 2018). Penilaian bisnis di tujuan untuk melihat nilai usaha dari sebuah perusahaan termasuk semua aset dan liabilitas yang ditanggung perusahaan (Pinto et al., 2019). Nilai bisnis tidak sama dengan nilai total aset, karena nilai aset tidak menghitung proses bisnis yang dilakukan perusahaan.

Berdasarkan SPI 330, penilaian bisnis dapat dilakukan dengan tiga pendekatan, yaitu:

- a. Pendekatan pasar dilakukan membandingkan perusahaan yang dinilai dengan perusahaan sebanding, kepentingan kepemilikan perusahaan dan surat berharga yang diperjualbelikan di pasar serta transaksi relevan atas saham perusahaan yang sebanding.

Apabila disandingkan dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 35 Tahun 2020 (POJK 35), pendekatan pasar merupakan pendekatan penilaian dengan cara membandingkan objek penilaian dengan objek lain yang sebanding dan sejenis serta telah tersedia informasi harga transaksi atau penawaran. Kemudian berdasarkan Irawan & Ekapradana (2021) disebutkan bahwa dalam pendekatan pasar, terdapat tiga metode penilaian dengan menggunakan pendekatan pasar, yaitu *Guideline Publicly Traded Company Method*, *Guideline Merged and Acquired Company Method*, dan *Prior Transactions Method*.

- b. Pendekatan pendapatan digunakan untuk memperkirakan nilai dengan mengantisipasi dan mengkuantifikasi kemampuan obyek penilaian dalam menghasilkan imbal balik yang akan diterima di masa mendatang.

Sedangkan berdasarkan POJK 35, pendekatan pendapatan merupakan Pendekatan Penilaian dengan cara mengkonversi manfaat ekonomis atau pendapatan yang diperkirakan akan dihasilkan oleh objek Penilaian dengan tingkat diskonto tertentu. Menurut Ruky (1999) dalam Irawan & Ekapradana (2021), pendekatan pendapatan merupakan nilai kini pendapatan yang dihasilkan di masa yang akan datang. Secara umum terdapat dua metode pendekatan pendapatan yang dapat digunakan dalam penilaian bisnis, yaitu *Discounted Cash Flow Method* dan *Capitalization of Income Method*.

- c. Pendekatan aset digunakan untuk memperoleh indikasi nilai entitas, modal yang diinvestasikan, struktur modal, dan nilai aset bersih perusahaan. Berdasarkan POJK 35, pendekatan aset adalah pendekatan penilaian berdasarkan laporan keuangan historis objek penilaian yang telah diaudit, dengan cara menyesuaikan seluruh aset dan liabilitas menjadi Nilai Pasar sesuai dengan Premis Nilai yang digunakan dalam Penilaian Bisnis.

Penilaian bisnis meliputi penilaian entitas, penilaian ekuitas, dan penilaian kerugian ekonomi yang diakibatkan oleh suatu kebijakan peristiwa tertentu (Komite Penyusun Standar Penilaian Indonesia, 2018)

Metode penilaian lain diungkapkan oleh Titman et al. (2018) yaitu metode *discounted dividend model*. Metode ini digunakan untuk menilai saham atau ekuitas dengan memperkirakan nilai dividen yang akan dibagikan perusahaan dan kemudian didiskontokan dengan *cost of equity*. Metode ini sangat sederhana dan sering digunakan dalam praktik karena menggambarkan perkiraan investor atas *return* yang diperoleh dari investasi saham. Kelemahan metode ini adalah tidak dapat digunakan pada saat perusahaan yang tidak membagikan dividen.

Metode lain dikemukakan oleh Subramanyam (2014) Terdapat beberapa metode penilaian ekuitas yang dikenalkan oleh Subramanyam, antara lain *dividend discount model*, *free cash flow model*, *residual income model*, dan *absolute residual income model*. Model tersebut menggunakan asumsi *time value of money*. Model lain yang dikemukakan oleh Subramanyam (2014) adalah model *multiple prices*. Model ini juga sering digunakan oleh analis keuangan untuk menilai ekuitas perusahaan dengan membandingkan dengan perusahaan lain. Model *price multiple* yang sering digunakan adalah *Price Earnings Ratio (PER)* dan *Price to Book Ratio (PBR)*.

2.4. Peramalan Laporan Keuangan

Peramalan laporan keuangan termasuk dalam *financial planning*. Perencanaan keuangan dapat dilakukan dalam jangka pendek dan jangka panjang. Apabila peramalan laporan keuangan dilakukan untuk satu tahun maka dianggap sebagai perencanaan keuangan jangka pendek (titman, 2018).

Menurut Subramanyam (2014) analisis prospektif adalah sebuah proses peramalan atau *forecasting* atas imbal hasil di masa depan yang dapat digunakan untuk memperkirakan nilai sebuah perusahaan. Peramalan ini terdiri atas *forecasting* laporan posisi keuangan, laporan laba rugi, dan laporan arus kas. Menurut Palepu (2013), analisis prospektif meliputi *forecasting* laporan keuangan dan valuasi.

Menurut Titman (2018), peramalan laporan keuangan dapat dilakukan dengan menggunakan persentase penjualan. Fokus dari metode ini adalah untuk menentukan sumber pembiayaan yang digunakan untuk mencapai target penjualan tersebut. Sedangkan perencanaan laporan keuangan menurut

Palepu (2013) dan Penman (2010), *forecasting* laporan keuangan dilakukan melalui 11 tahap yang intinya memisahkan *operating asset* dan *non-operating assets*, *operating income* dan *non-operating income*, dan liabilitas serta ekuitas.

Penyertaan modal negara (PMN) merupakan proses pemisahan aset negara menjadi modal di perusahaan baik BUMN, BUMS, perusahaan asing, ataupun perusahaan milik lembaga internasional. PMN dapat berupa tunai atau hak negara yang dinilai dengan uang (Biro Analisa Anggaran dan Pelaksanaan APBN-Setjen DPR RI, 2016). Hal ini senada dengan definisi PMN berdasarkan Peraturan Menteri Badan Usaha Milik Negara Nomor: Per-1/MBU/03/2021 tentang Pedoman Pengusulan, Pelaporan, Pemantauan, dan Perubahan Penggunaan Tambahan Modal Negara Kepada Badan Usaha Milik Negara dan Perseroan Terbatas.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif deskriptif dengan pendekatan studi kasus. Penelitian ini akan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber. Peneliti akan memposisikan sebagai pihak independent (eksternal) dalam menilai BUMN dan akan menggunakan data-data yang dapat diakses oleh semua pihak agar memberikan hasil yang wajar. Data yang digunakan bersumber dari data sekunder yang berupa laporan keuangan, harga saham, tingkat suku bunga, beta saham, dan data lainnya yang terkait.

Seperti disebutkan oleh Biro Analisa Anggaran dan Pelaksanaan APBN-Setjen DPR RI (2016) bentuk PMN ke BUMN dapat berupa uang tunai ataupun hak lain yang dapat dinilai dengan uang, sebagai contoh PMN berupa aset non tunai. Kemudian, berdasarkan laman djkn.kemenkeu.go.id, disebutkan bahwa PMN dibagi menjadi tiga bentuk yaitu *fresh money*, pengalihan aset, dan konversi utang perusahaan (piutang negara di BUMN)(NA, 2013).

Dalam melakukan penelitian ini, Peneliti akan mengkombinasikan pendekatan yang ada, seperti pendekatan yang dilakukan oleh Subramanyam (2014), SPI 330, POJK 35/POJK.04/2020, dan pendekatan CFA (Pinto, 2020b; Pinto et al., 2019).

Berikut ini merupakan beberapa penjelasan mengenai formula yang akan digunakan oleh penulis.

1. *Weighted Moving Average*

Merupakan salah satu metode dari *moving average* yang paling efisien dalam proses perhitungannya. *Weighted Moving Average* merupakan metode peramalan yang dilakukan dengan mengambil sekelompok nilai pengamatan, kemudian mencari rata-ratanya sebagai ramalan untuk periode mendatang (Dewi & Chamid, 2019).

$$f(t+1) = (f_t + f_{t-1} + f_{t-2} + f_{t-3} + \dots)/n$$

Keterangan:

$f(t+1)$ = Moving average periode $t+1$

F_t = Nilai riil periode t

F_{t-1} = Nilai riil periode $t-1$

N = jumlah tahun pengamatan

2. Dividend Discount Model

Metode ini merupakan perhitungan untuk menentukan estimasi *intrinsic value* perusahaan yang memanfaatkan hasil pendiskontoan aliran dividen yang akan diterima di masa mendatang (Jones, 2013). Metode ini tidak cocok digunakan terhadap perusahaan yang jarang atau tidak membagikan dividen karena dalam perhitungannya tergantung kepada nilai dividen yang diharapkan oleh para pemegang saham di masa depan.

$$V_t = \frac{D_{t+1}}{(1+k)^1} + \frac{D_{t+2}}{(1+k)^2} + \dots + \frac{TV}{(1+k)^n}$$

Keterangan:

V_t = Nilai saham

$E(D_{t+n})$ = Nilai dividen tahun ke-n

K = Cost of equity

TV = Terminal Value

3. Discounted Cash Flow Model

Metode ini menghitung estimasi *intrinsic value* yang didasarkan pada pendiskontoan model arus kas masa depan yang diharapkan oleh pemegang saham, perhitungan menggunakan estimasi arus kas dan terminal sales price di beberapa tanggal mendatang (Subramanyam, 2014). Pada praktiknya metode ini menggunakan *Discounted Free Cash Flow* (DCF) dan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) untuk memperoleh nilai masa depan yang potensial.

$$V_f = \frac{FCF_1}{(1+r_f)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r_f)^2} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+r_f)^t} + \frac{TV_t}{(1+r_f)^t}$$

V_f = Value of firm atau Value of equity

FCF = free cash flow dalam bentuk FCFE untuk equity valuation atau FCFF untuk business valuation

R_f = cost of equity untuk equity valuation dan WACC untuk business valuation

TV = terminal value

4. Weighted Average Cost of Capital

$$WACC = (K_d * (1 - t) * W_d + K_{cs} * W_{cs} + K_{ps} * W_{ps})$$

Keterangan:

$WACC$ = Weighted average cost of capital

K_d = Cost of debt

K_{cs} = Cost of common stock

K_{ps} = Cost of preferred stock

T = Tax rate

W_d = Bobot Liabilitas terhadap total ekuitas dan liabilitas

W_{cs} = Bobot Common stock terhadap total ekuitas dan liabilitas

W_{ps} = Bobot Preferred stock terhadap total ekuitas dan liabilitas

4. PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

4.1. Peramalan Laporan Keuangan

Paul & Jayadas (2015) menyatakan bahwa WMA didasarkan pada deret waktu yang dibuat secara artifisial di mana nilai untuk periode waktu tertentu diganti dengan rata-rata nilai tersebut dan nilai untuk sejumlah periode waktu sebelumnya dan berikutnya. Model ini paling cocok untuk data deret waktu; yaitu data yang berubah dari waktu ke waktu. Pendapat ini juga didukung oleh Lee & Brorsen (2017). Oleh karena itu, metode WMA ini dapat digunakan untuk meramalkan laporan keuangan yang didasarkan pada data historis laporan keuangan perusahaan.

Dalam melakukan peramalan laporan keuangan WSKT, terdapat langkah-langkah yang akan dilaksanakan, yaitu:

- Membuat tabel laporan keuangan yang terdiri dari laporan posisi keuangan dan laporan laba rugi untuk tahun 2017-2021
- Membuat tabel rincian pendapatan yang menjadi driver pendapatan WSKT termasuk komposisi dan pertumbuhannya.
- Membuat proyeksi pendapatan per kategori pendapatan WSKT
- Membuat asumsi berdasarkan data historis yang akan digunakan untuk melakukan peramalan.
- Membuat proyeksi laporan laba rugi
- Membuat proyeksi laporan posisi keuangan
- Membuat proyeksi arus kas
- Membuat proyeksi aset tetap, beban depresiasi, dan akumulasi depresiasi
- Membuat proyeksi liabilitas

Langkah-langkah tersebut tidak selalu urut, seperti untuk membuat proyeksi laporan posisi keuangan perlu menentukan proyeksi aset tetap dan liabilitas. Untuk detail peramalan laporan keuangan akan dijelaskan di bawah ini.

1. Membuat tabel laporan keuangan

Tabel laporan posisi keuangan yang akan digunakan dalam *forecasting* dimulai dari tahun 2017-2021. Tabel 2 menggambar sekilas laporan posisi keuangan tahun 2017-2021.

Tabel 2: Laporan Posisi Keuangan

Keterangan	2017	2018	2019	2020	2021
Kas dan Setara Kas	6.088.962.586.747	10.845.678.217.201	9.258.310.028.392	1.213.437.317.866	13.165.761.250.874
Investasi Jangka Pendek	8.448.200.000	8.448.200.000	8.448.200.000	239.008.625.391	47.280.221.724
Piutang Usaha	13.122.144.776.935	13.870.004.883.607	13.738.190.536.368	11.656.866.791.943	11.215.027.649.305
Persediaan	3.235.500.802.811	5.089.231.071.244	4.470.845.549.423	3.823.731.098.585	4.355.127.352.039
Aktiva Lancar Lain	29.971.960.993.127	37.175.767.450.139	21.562.048.571.937	11.822.231.866.402	13.805.412.932.383
Aktiva Lancar	52.427.017.359.620	66.989.129.822.191	49.037.842.886.120	28.755.275.700.187	42.588.609.406.325
Aktiva Tetap Bersih	4.742.288.130.361	7.091.121.159.643	8.663.216.063.821	7.278.413.864.133	5.413.149.771.834
Aset Tidak Lancar Lain	40.726.455.348.643	50.311.330.641.802	64.888.200.400.630	64.733.958.843.005	55.599.852.705.181
Aktiva Tidak Lancar	45.468.743.479.004	57.402.451.801.445	73.551.416.464.451	72.012.372.707.138	61.013.002.477.015
Aktiva	97.895.760.838.624	124.391.581.623.636	122.589.259.350.571	100.767.648.407.325	103.601.611.883.340
Utang Usaha	14.098.182.419.323	14.905.832.998.966	12.381.177.826.833	13.101.807.292.510	7.602.633.115.643
Utang Jangka Pendek	24.291.475.840.303	27.959.247.278.215	22.162.363.192.880	24.870.590.028.054	4.210.231.347.315
Utang Lancar Lain	13.919.539.598.437	13.934.644.822.162	10.479.954.119.870	10.592.575.218.313	15.487.428.538.516
Kewajiban Lancar	52.309.197.858.063	56.799.725.099.343	45.023.495.139.583	48.564.972.538.877	27.300.293.001.474
Utang Jangka Panjang	8.665.505.934.739	29.325.150.366.929	20.752.253.877.138	23.086.340.174.489	49.171.948.596.051
Kewajiban Tidak Lancar Lain	14.166.232.236.327	9.379.587.406.497	27.695.041.144.851	17.687.229.206.949	11.667.937.041.985
Kewajiban Tidak Lancar	22.831.738.171.066	38.704.737.773.426	48.447.295.021.989	40.773.569.381.438	60.839.885.638.036
Total Kewajiban	75.140.936.029.129	95.504.462.872.769	93.470.790.161.572	89.338.541.920.315	88.140.178.639.510
Modal Saham	6.824.408.742.082	6.909.416.522.436	6.909.416.522.436	7.215.926.402.846	15.127.426.397.347
Saldo Laba	7.182.029.547.274	11.091.699.542.941	10.972.991.469.135	(4.010.519.086.552)	(5.057.653.028.072)
Minority Interest	8.748.386.520.139	10.886.002.685.490	11.236.061.197.428	8.223.699.173.716	5.391.659.874.555
Total Modal	22.754.824.809.495	28.887.118.750.867	29.118.469.188.999	11.429.106.490.010	15.461.433.243.830
Kewajiban dan Ekuitas	97.895.760.838.624	124.391.581.623.636	122.589.259.350.571	100.767.648.410.325	103.601.611.883.340

Dalam memasukkan ke dalam format yang disusun, tidak semua akun yang ada di dalam laporan posisi keuangan WSKT dijabarkan secara detail. Akun pada aset lancar yang dijabarkan dalam penelitian ini hanya Kas, investasi jangka pendek, dan persediaan. Sedangkan untuk aset lain seperti prepaid expense (uang muka dan pajak dibayar dimuka) dimasukkan ke dalam aset lancar lain. Akun yang dirinci merupakan aset yang terkait dengan kegiatan menghasilkan pendapatan WSKT. Kemudian, untuk aset tidak lancar dikategorikan sebagai aset tetap bersih dan aset tidak lancar lain. Aset tetap bersih akan digunakan untuk merencanakan nilai aset tetap, akumulasi, investasi aset tetap, dan bebas penyusutan tahun-tahun yang akan datang.

Seperti pada aset, utang lancar dirinci menjadi hutang usaha dan hutang jangka pendek dan hutang lancar lain. Akun hutang pendek terdiri dari utang kepada lembaga-lembaga keuangan yang jatuh tempo kurang satu tahun. Utang selain utang usaha dan utang

lembaga keuangan, dikelompokkan ke dalam utang lancar lainnya. Demikian juga untuk hutang tidak lancar diklasifikasikan sebagai hutang jangka panjang dan kewajiban tidak lancar lain. Hutang jangka panjang merupakan hutang kepada lembaga keuangan, sedangkan utang lainnya dimasukkan dalam kewajiban tidak lancar lain.

Untuk ekuitas, akun diklasifikasikan ke dalam modal saham, saldo laba, dan minority interest. Modal saham termasuk modal saham pada nilai nominal ditambah tambahan modal disetor. Saldo laba berisi saldo laba yang telah ditentukan penggunaannya, belum ditentukan penggunaannya, dan komponen ekuitas lainnya.

Untuk laporan laba rugi, diambil sesuai dengan laporan laba rugi WSKT dengan fokus pada Pendapatan Usaha, Laba Kotor, Laba Usaha, EBIT, EBITDA, EBT dan laba Bersih. Tabel laporan laba rugi dapat dilihat pada tabel 3

Tabel 3: Laporan Laba Rugi

Keterangan	2017	2018	2019	2020	2021
Penjualan Bersih	45.212.897.632.604	48.788.950.838.822	31.387.389.629.869	16.190.456.515.103	12.224.128.315.553
Beban Pokok Penjualan	35.749.365.206.806	39.926.332.089.924	25.782.746.866.464	15.136.023.660.455	10.325.642.190.087
Depresiasi	524.677.318.960	637.614.957.046	604.721.090.122	721.784.923.194	606.756.342.472
Laba Kotor	8.938.855.106.838	8.225.003.791.852	4.999.921.673.283	332.647.931.454	1.291.729.782.994
Beban Operasi	2.103.899.171.263	1.667.745.969.535	1.371.547.283.663	4.724.338.963.488	2.305.100.736.693
Laba Usaha	6.834.955.935.575	6.557.257.822.317	3.628.374.389.620	(4.391.691.032.034)	(1.013.370.953.699)
Pendapatan/Beban Lain-lain	293.825.351.024	1.642.279.570.497	464.621.702.498	(870.755.932.805)	3.415.116.841.777
EBIT	7.128.781.286.599	8.199.537.392.814	4.092.996.092.118	(5.262.446.964.839)	2.401.745.888.078
Beban Bunga Bersih	1.598.171.570.434	1.811.194.475.810	2.662.649.839.087	4.127.207.128.167	3.854.428.130.334
Laba Sebelum Pajak	5.530.609.716.165	6.388.342.917.004	1.430.346.253.031	(9.389.654.093.006)	(1.452.682.242.256)
Pajak	1.853.714.544.371	2.406.390.168.497	1.006.168.975.262	619.924.028.000	992.807.542.191
Laba Bersih	4.201.572.490.754	4.619.567.705.553	1.028.898.367.891	(9.287.793.197.812)	(1.838.733.441.975)
Pembayaran Dividen	513.978.185.018	776.342.383.468	990.709.507.966	46.907.502.471	
	2017	2018	2019	2020	
EBIT	7.128.781.286.599,00	8.199.537.392.814,00	4.092.996.092.118,00	(5.262.446.964.839,00)	
Depresiasi	524.677.318.960,00	637.614.957.046,00	604.721.090.122,00	721.784.923.194,00	
EBITDA	7.653.458.605.559,00	8.837.152.349.860,00	4.697.717.182.240,00	(4.540.662.041.645,00)	

2. Membuat tabel rincian pendapatan yang menjadi driver pendapatan WSKT termasuk komposisi dan pertumbuhannya.

Berdasarkan Catatan Atas Laporan Keuangan WSKT tahun 2017-2021, sumber pendapatan WSKT berasal dari:

- a. Jasa konstruksi
- b. Bunga jasa konstruksi
- c. Precast

- d. Property
- e. Jalan Tol
- f. Hotel
- g. Sewa
- h. Lainnya

Tabel 4 menggambarkan rincian sumber pendapatan WSKT tahun 2017-2021. Berdasarkan sumber pendapatan tersebut, ramalan pendapat akan dilakukan menggunakan metode moving average.

Tabel 4: Rincian Sumber Pendapatan WSKT

Tahun	2017	2018	2019	2020	2021
Revenue	45.212.897.632.604,00	48.788.950.838.822,00	31.387.389.629.869,00	16.190.456.515.103,00	12.224.128.315.553,00
Jasa konstruksi	42.347.388.100.951,00	47.396.987.768.691,00	28.648.364.770.709,00	14.234.715.455.168,00	10.160.400.772.773,00
Bunga jasa konstruksi	-	-	-	262.228.026.896,00	504.217.410.634,00
Precast	2.223.463.609.077,00	960.981.230.050,00	1.938.933.560.503,00	764.309.394.709,00	380.952.042.557,00
Property	204.668.869.956,00	247.372.534.913,00	488.799.814.302,00	450.749.547.822,00	239.520.487.769,00
Jalan tol	313.800.142.339,00	71.560.729.383,00	215.553.474.036,00	390.604.102.579,00	775.006.103.176,00
Lainnya	76.923.708.618,00	71.331.800.583,00	51.970.923.260,00	60.810.976.203,00	94.269.889.885,00
Hotel	36.357.046.882,00	38.634.667.237,00	42.422.862.964,00	26.662.811.726,00	60.910.250.250
Sewa	10.296.154.781,00	2.082.107.965,00	1.344.224.095,00	376.200.000,00	8.851.358.509,00

3. Membuat proyeksi pendapatan per kategori pendapatan WSKT

Dari data yang ada kemudian dilakukan *forecasting* revenue untuk setiap jenisnya dari tahun 2022-2025. Selain menghitung proyeksi pendapatan,

pada tahap ini juga menghitung pertumbuhan masing-masing jenis pendapatan dan proporsi masing-masing jenis pendapatan tersebut. Informasi pertumbuhan dan proporsi masing-masing sumber pendapatan WSKT dapat dilihat pada Tabel 5

Tabel 5: Peramalan Sumber Pendapatan

Tahun	2022	2023	2024	2025
Revenue	18.731.562.954.143,30	28.532.831.314.637,00	44.656.739.293.000,30	69.864.388.625.133,00
Jasa konstruksi	15.301.650.954.869	23.044.417.949.738,60	34.705.091.640.668,60	52.266.166.514.345,30
Bunga jasa konstruksi	969.519.544.481	1.864.211.999.243,41	3.584.544.940.744,02	6.892.436.288.055,39
Precast	402.171.689.637	353.764.616.395,27	342.841.404.436,70	260.359.073.124,69
Property	509.513.442.036	689.409.914.980,13	952.737.282.793,22	1.203.459.000.429,54
Jalan tol	1.313.722.781.812	2.294.168.285.530,91	4.702.962.053.503,53	8.735.853.251.216,03
Lainnya	128.221.562.207,93	147.104.690.492,57	175.240.267.363,49	224.973.231.409,76
Hotel	101.048.477.460,04	136.064.534.299,31	190.939.849.023,88	279.603.523.928,51
Sewa	5.714.501.640,30	3.689.323.956,75	2.381.854.466,86	1.537.742.623,80
Growth	2022	2023	2024	2025
Revenue	53,23%	52,32%	56,51%	56,45%
Jasa konstruksi	50,60%	50,60%	50,60%	50,60%
Bunga jasa konstruksi	92,28%	92,28%	92,28%	92,28%
Precast	5,57%	-12,04%	-3,09%	-24,06%
Property	112,72%	35,31%	38,20%	26,32%
Jalan tol	69,51%	74,63%	105,00%	85,75%
Lainnya	36,02%	14,73%	19,13%	28,38%
Hotel	65,90%	34,65%	40,33%	46,44%
Sewa	-35,44%	-35,44%	-35,44%	-35,44%
Bobot	2022	2023	2024	2025
Volume Pendapatan	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Jasa konstruksi	81,69%	80,76%	77,72%	74,81%
Bunga jasa konstruksi	5,18%	6,53%	8,03%	9,87%
Precast	2,15%	1,24%	0,77%	0,37%
Property	2,72%	2,42%	2,13%	1,72%
Jalan tol	7,01%	8,04%	10,53%	12,50%
Lainnya	0,68%	0,52%	0,39%	0,32%
Hotel	0,54%	0,48%	0,43%	0,40%
Sewa	0,03%	0,01%	0,01%	0,00%

Berdasarkan tabel 5, *revenue* dihitung dari total masing-masing pendapatan. Estimasi pendapatan jasa konstruksi tahun 2022 dihitung dengan menggunakan rumus Pendapatan tahun 2021*(1+*growth* 2022). Growth 2022 dihitung dengan moving average dengan formula: average (growth 2017: growth2021). Kemudian tingkat pertumbuhan historis (growth 2017-2021) dihitung dengan formula: growth 2021=(pendapatan jasa konstruksi 2021/pendapatan jasa konstruksi 2020)-1.

Untuk menghitung *growth* tahun 2021 dihitung dengan formula: average (growth 2018: growth 2022) dan demikian seterusnya untuk memproyeksikan tingkat pertumbuhan berikutnya. Formula tersebut juga digunakan untuk memproyeksikan pertumbuhan

untuk jenis pendapatan lainnya dan juga membuat proforma pendapatan tiap jenisnya. Setelah setiap jenis pendapatan diproyeksikan, total pendapatan dapat dihitung dengan menjumlahkan semua jenis pendapatan tersebut.

Bobot pendapatan digunakan untuk melihat proporsi masing-masing pendapatan untuk tahun-tahun berikutnya. Dari proporsi tersebut terlihat bahwa pendapatan utama WSKT berasal dari jasa konstruksi yang diikuti oleh jalan tol dan bunga jasa konstruksi.

4. Membuat asumsi berdasarkan data historis yang akan digunakan untuk melakukan peramalan

Tabel 6: Asumsi Proyeksi Laporan Keuangan

Keterangan	2022	2023	2024	2025
Sales Growth				
HPP %	81,02%	81,02%	81,02%	81,02%
Beban Operasi excl depresiasi %	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%
Pendapatan/Beban Lain-lain %	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%
Tax Rate	35,59%	35,59%	35,59%	35,59%
Dividend Payout Ratio	21,45%	21,45%	21,45%	21,45%
Bunga	4,74%	4,74%	4,74%	6,01%
(Dalam Hari)				
Perputaran Piutang	123,15	123,15	123,15	123,15
Perputaran Persediaan	77,80	86,76	94,80	101,10
Perputaran Utang Usaha	150,36	150,36	150,36	150,36
Aktiva Lancar Lain	68,70%	68,70%	68,70%	68,70%
Pertumbuhan Aset Tetap Kotor	0,25	0,20	0,18	0,17
Rate Depresiasi	0,08	0,08	0,08	0,08
Aset Tidak Lancar Lain	90,08%	90,08%	90,08%	90,08%
Utang Jangka Pendek	0,96	1,01	1,08	1,12
Utang Jangka Panjang	3,54	3,95	3,98	4,33
Utang Lancar Lain	0,57	0,62	0,69	0,76
Kewajiban Tidak Lancar Lain	25,28%	25,28%	25,28%	25,28%

Setelah membuat proyeksi pendapatan, langkah selanjutnya adalah membuat asumsi yang digunakan untuk menyusun proyeksi laporan keuangan. Asumsi yang dibutuhkan antara lain seperti pada Tabel 6. Untuk masing-masing asumsi, proyeksi dilakukan menggunakan moving average method. Sebagai contoh untuk menghitung asumsi HPP untuk tahun 2022, maka formula yang digunakan adalah average (HPP2017:HPP2021), HPP tahun 2023 dihitung dengan average (HPP2018:HPP2022), dan seterusnya. Pada kasus WSKT ini, ada beberapa asumsi yang tidak menggunakan metode *moving average*. Hal ini dikarenakan adanya trend yang tidak normal. Penulis menggunakan rasio tahun 2021 atau average tahun-tahun sebelumnya.

5. Membuat proyeksi laporan laba rugi

Setelah membuat asumsi proyeksi laporan keuangan, langkah berikutnya adalah membuat proyeksi laporan keuangan, yang terdiri dari proyeksi laporan laba rugi dan laporan posisi keuangan. Hasil proyeksi laporan laba rugi dapat dilihat pada Tabel 7.

Proyeksi laporan laba rugi dimulai dengan memasukkan nilai pendapatan yang telah dihitung pada Tabel 5. Beban pokok penjualan dihitung dengan mengalikan penjualan dengan asumsi pada tabel 6. HPP tahun 2022 akan dihitung dengan mengalikan Penjualan 2022 x asumsi %HPP tahun 2022, dan seterusnya untuk tahun-tahun berikutnya.

Perhitungan formula seperti penghitungan HPP juga dilakukan untuk Beban Operasi, Pendapatan/Beban Lain-Lain, dan Pajak. Beban operasi tahun 2022 dihitung dengan formula pendapatan 2022 dikalikan dengan asumsi beban operasi tahun 2022, demikian untuk tahun-tahun selanjutnya. Pendapatan/Beban Lain-Lain tahun 2022 dihitung dengan formula: pendapatan 2022 dikalikan dengan asumsi pendapatan/beban lain-lain tahun 2022 pada Tabel 6. Beban pajak 2022 dihitung dengan mengalikan pendapatan 2022 dengan asumsi tax rate tahun 2022, demikian pula untuk tahun-tahun selanjutnya.

Untuk beban depresiasi, dihitung dengan mengalikan estimasi aset kotor dengan asumsi depresiasi untuk tahun terkait. Sebagai contoh untuk menghitung beban depresiasi 2022 akan dihitung dengan mengalikan aset kotor tahun 2022 dengan asumsi beban depresiasi tahun 2022 seperti pada Tabel 6. Aset kotor dihitung sesuai dengan tabel 10. Selanjutnya, untuk beban bunga bersih dihitung dengan mengalikan asumsi interest rate dengan total hutang jangka pendek dan jangka panjang untuk tahun yang terkait. Sebagai contoh untuk menghitung beban bunga tahun 2022, dihitung dengan mengalikan jumlah hutang jangka pendek dan jangka panjang tahun 2022 dengan asumsi bunga tahun 2022 yang ada di Tabel 6. Sedangkan, utang jangka pendek dan jangka panjang dihitung sesuai dengan tabel 9 yang akan dijelaskan di bagian lainnya.

Tabel 7: Proyeksi Laporan Laba Rugi

Keterangan	2022	2023	2024	2025
Pendapatan Bersih	18.731.562.954.143,30	28.532.831.314.637,00	44.656.739.293.000,30	69.864.388.625.133,00
Beban Pokok Penjualan	15.175.524.647.849,60	23.116.100.132.607,00	36.179.012.370.327,60	56.601.189.883.791,00
Depresiasi	680.963.454.567,39	798.593.233.040,35	929.890.103.563,24	1.124.292.414.798,96
Laba Kotor	2.875.074.851.726,29	4.618.137.948.989,62	7.547.836.819.109,50	12.138.906.326.543,10
Beban Operasi	1.100.705.836.751,86	1.676.648.875.695,14	2.624.123.449.305,60	4.105.377.673.451,12
Laba Usaha	1.774.369.014.974,44	2.941.489.073.294,48	4.923.713.369.803,90	8.033.528.653.091,95
Pendapatan/Beban Lain-lain	343.177.294.467,82	522.744.411.560,06	818.147.370.181,78	1.279.971.774.203,63
EBIT	2.117.546.309.442,26	3.464.233.484.854,54	5.741.860.739.985,68	9.313.500.427.295,58
Beban Bunga Bersih	2.052.476.949.372,12	3.114.958.463.920,97	4.302.671.169.305,10	7.870.125.279.876,16
Laba Sebelum Pajak	65.069.360.070,14	349.275.020.933,57	1.439.189.570.680,58	1.443.375.147.419,42
Pajak	23.160.078.639,95	124.317.143.169,58	512.249.445.804,15	513.739.214.357,59
Laba Bersih	41.909.281.430,19	224.957.877.764,00	926.940.124.876,43	929.635.933.061,83
Pembayaran Dividen	-	8.987.837.440,94	48.244.321.243,47	198.790.980.793,81

Keterangan	2022	2023	2024	2025
EBIT	2.117.546.309.442,26	3.464.233.484.854,54	5.741.860.739.985,68	9.313.500.427.295,58
Depresiasi	680.963.454.567,39	798.593.233.040,35	929.890.103.563,24	1.124.292.414.798,96
EBITDA	2.798.509.764.009,66	4.262.826.717.894,89	6.671.750.843.548,92	10.437.792.842.094,50

6. Membuat proyeksi laporan posisi keuangan

Proyeksi laporan posisi keuangan tahun 2022 sampai dengan 2025 dapat dilihat pada tabel 8. Perhitungan masing-masing akun dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Kas dan setara kas diambil dari proyeksi arus kas yang akan dibahas pada tabel 9.
- Investasi jangka pendek diasumsikan tidak bergerak. Apabila ingin dilakukan *forecasting* dapat menggunakan moving average. Namun, untuk kasus WSKT karena trend yang tidak normal, maka digunakan saldo terakhir.
- Piutang usaha untuk tahun 2022 dihitung dengan mengalikan pendapatan tahun 2022 dengan asumsi perputaran piutang tahun 2022 seperti pada tabel 6. Hal ini juga dilakukan untuk tahun-tahun selanjutnya. Asumsi rasio perputaran piutang dihitung dengan *moving average method*.
- Persediaan tahun 2022 dihitung dengan proforma HPP tahun 2022 pada tabel 7 dikalikan dengan asumsi perputaran persediaan tahun 2022 seperti pada tabel 6. Hal ini juga dilakukan untuk tahun-tahun selanjutnya. Proforma HPP tahun 2022 dan seterusnya dihitung dengan *moving average method*.
- Aktiva lancar lainnya tahun 2022 dihitung dengan proforma pendapatan tahun 2022 dikalikan dengan asumsi rasio % aktiva lancar lain dibagi penjualan tahun 2022 seperti pada tabel 6. Rasio aktiva lancar terhadap pendapatan tahun 2022 dihitung dengan *moving average* tahun 2017-2021. Untuk tahun-tahun berikutnya dihitung dengan cara yang sama.
- Aktiva tetap bersih tahun 2022 diproyeksi menggunakan selisih antara aset kotor tahun 2022 dengan akumulasi depresiasi tahun 2022 yang akan dijelaskan lebih lanjut pada tabel 10.
- Aset tidak lancar lain tahun 2022 diproyeksikan menghitung asumsi % aset tidak lancar tahun 2022 dengan pendapatan 2022 dikalikan dengan proforma pendapatan 2022. Asumsi % aset tidak lancar tahun 2022 dihitung dengan *moving average method*, yaitu average % aset tidak lancar lain dengan pendapatan tahun 2017-2021. Untuk

tahun-tahun berikutnya dihitung dengan cara yang sama.

- Utang usaha tahun 2022 dihitung dengan mengalikan *forecasting* Pembelian 2022 dengan perputaran hutang usaha tahun 2022. Perputaran hutang usaha tahun 2022 dan setelahnya diproyeksikan menggunakan metode moving average. Untuk tahun-tahun berikutnya dihitung dengan cara yang sama.
- Utang jangka pendek tahun 2022 dihitung dengan mengalikan estimasi pembelian tahun 2022 dengan asumsi rasio % utang jangka pendek dengan pendapatan. Rasio % utang jangka pendek dengan pendapatan dihitung dengan *moving average method*. Untuk tahun-tahun berikutnya dihitung dengan cara yang sama.
- Utang lancar lain dihitung dengan mengalikan estimasi pendapatan tahun 2022 dengan rasio % utang lancar lain dengan pendapatan. Rasio % utang lancar lain dengan pendapatan dihitung dengan metode rata-rata bergerak. Hal ini juga digunakan untuk perhitungan tahun-tahun berikutnya.
- Utang jangka panjang tahun 2022 dihitung dengan proyeksi aset kotor tahun 2022 dengan asumsi rasio % utang jangka panjang dengan aset kotor. Rincian perhitungan proyeksi utang jangka panjang akan dibahas di tabel 11.
- Kewajiban tidak lancar lain tahun 2022 dihitung dengan proforma pendapatan tahun 2022 dengan rasio % kewajiban tidak lancar lain dengan pendapatan. Rasio % kewajiban tidak lancar lain dengan pendapatan dihitung dengan *moving average method*. Untuk tahun-tahun berikutnya dihitung dengan cara yang sama.
- Modal saham diasumsikan sama dengan tahun 2021.
- Saldo laba tahun 2022 merupakan akumulasi dari saldo laba tahun 2021 ditambah dengan proforma laba bersih tahun 2022 dikurangi proforma dividen tahun 2022.
- Minority interest* diasumsikan sama dengan tahun 2021.

Tabel 8: Proyeksi Laporan Posisi Keuangan

Keterangan	2022	2023	2024	2025
Kas dan Setara Kas	34.240.041.325.455,10	49.084.662.941.820,50	62.410.740.180.318,20	85.721.382.829.156,80
Investasi Jangka Pendek	47.280.221.724,00	47.280.221.724,00	47.280.221.724,00	47.280.221.724,00
Piutang Usaha	6.320.114.714.037,15	9.627.107.330.351,71	15.067.387.370.586,90	23.572.563.144.777,30
Persediaan	3.234.746.899.112,41	5.494.364.196.080,85	9.396.761.044.288,98	15.678.225.735.848,60
Aktiva Lancar Lain	12.867.934.384.106,30	19.601.065.968.086,20	30.677.631.783.169,70	47.994.413.003.057,00
Aktiva Lancar	56.710.117.544.435,00	83.854.480.658.063,30	117.599.800.600.088,00	173.013.864.934.564,00
Aktiva Tetap Bersih	6.431.593.547.275,97	7.315.833.730.859,69	8.159.545.655.361,65	9.062.548.548.134,98
Aset Tidak Lancar Lain	16.872.843.861.086,40	25.701.539.634.742,50	40.225.484.188.406,80	62.931.797.181.472,70
Aktiva Tidak Lancar	23.304.437.408.362,40	33.017.373.365.602,20	48.385.029.843.768,50	71.994.345.729.607,70
Aktiva	80.014.554.952.797,40	116.871.854.023.665,00	165.984.830.443.856,00	245.008.210.664.171,00
Utang Usaha	5.789.759.071.342,77	10.453.061.750.358,00	16.510.801.980.889,30	25.903.357.141.598,10
Utang Jangka Pendek	13.444.867.417.062,00	25.744.407.000.758,70	43.432.011.878.148,90	70.690.985.104.990,10
Utang Lancar Lain	10.671.639.553.302,70	17.749.813.962.339,10	30.785.396.108.537,10	53.130.196.798.409,20
Kewajiban Lancar	29.906.266.041.707,40	53.947.282.713.455,70	90.728.209.967.575,30	149.724.539.044.997,00
Utang Jangka Panjang	29.869.878.873.765,80	39.992.572.706.846,90	47.370.035.924.786,10	60.294.113.868.543,10
Kewajiban Tidak Lancar Lain	4.735.067.512.063,95	7.212.686.037.779,58	11.288.576.182.278,70	17.660.704.429.146,70
Kewajiban Tidak Lancar	34.604.946.385.829,80	47.205.258.744.626,50	58.658.612.107.064,80	77.954.818.297.689,80
Total Kewajiban	64.511.212.427.537,20	101.152.541.458.082,00	149.386.822.074.640,00	227.679.357.342.687,00
Modal Saham	15.127.426.397.347,00	15.127.426.397.347,00	15.127.426.397.347,00	15.127.426.397.347,00
Saldo Laba	(5.015.743.746.641,81)	(4.799.773.706.318,75)	(3.921.077.902.685,78)	(3.190.232.950.417,76)
Minority Interest	5.391.659.874.555,00	5.391.659.874.555,00	5.391.659.874.555,00	5.391.659.874.555,00
Total Ekuitas	15.503.342.525.260,20	15.719.312.565.583,20	16.598.008.369.216,20	17.328.853.321.484,20
Kewajiban dan Ekuitas	80.014.554.952.797,40	116.871.854.023.665,00	165.984.830.443.856,00	245.008.210.664.171,00
	-	-	-	-
Pembelian	14.055.144.194.923,00	25.375.717.429.575,50	40.081.409.218.535,70	62.882.654.575.350,70

7. Membuat proyeksi arus kas

Untuk menghitung proforma kas diperlukan pembuatan laporan arus kas seperti pada tabel 9. Berdasarkan tabel 9 diketahui bahwa laba bersih diproyeksikan meningkat dari tahun 2020 dan 2021 dimana WSKT menderita kerugian sebagai dampak dari pandemi covid-19. Beban penyusutan diproyeksi sesuai dengan tabel 10 yang akan dibahas di bagian selanjutnya.

Dalam penyusunan laporan arus kas ini disusun menggunakan metode tidak langsung (indirect method). Metode tidak langsung berbeda dengan metode langsung hanya pada bagian arus kas dari aktivitas operasi, sedangkan untuk arus kas dari aktivitas investasi dan pembiayaan adalah sama.

Berikut ini penjelasan terkait beberapa hal di dalam proforma laporan arus kas:

- Arus kas dari aktivitas operasi dihitung dari net income ditambah dengan beban penyusutan ditambah penurunan aset lancar (piutang usaha,

persediaan, aktiva lancar), dikurangi kenaikan aset lancar (piutang usaha, persediaan, aktiva lancar), ditambah kenaikan utang lancar (utang usaha, utang lancar lain), dan dikurangi penurunan utang lancar (utang usaha, utang lancar lain). Berdasarkan tabel 9, penurunan piutang usaha dihitung dari selisih antara saldo piutang tahun perhitungan dikurangi saldo piutang tahun sebelumnya.

- Arus kas dari aktivitas investasi berasal dari selisih saldo aset tidak lancar kotor tahun perhitungan dengan tahun sebelumnya.
- Arus kas dari aktivitas pembiayaan dihitung berdasarkan selisih antara saldo utang jangka pendek berbentuk interest bearing debt, utang jangka panjang, kewajiban tidak lancar lain, modal disetor antara tahun perhitungan dengan tahun sebelumnya. Setelah itu dikurangkan dengan pembayaran dividen

Tabel 9: Proyeksi Arus Kas

Keterangan	2022	2023	2024	2025
Laba (Rugi) Bersih	41.909.281.430,19	224.957.877.764,00	926.940.124.876,43	929.635.933.061,83
Beban penyusutan	680.963.454.567,39	798.593.233.040,35	929.890.103.563,24	1.124.292.414.798,96
Perubahan Modal Kerja				
(Kenaikan) penurunan Piutang usaha	4.894.912.935.267,85	(3.306.992.616.314,56)	(5.440.280.040.235,21)	(8.505.175.774.190,34)
(Kenaikan) penurunan Persediaan	1.120.380.452.926,59	(2.259.617.296.968,44)	(3.902.396.848.208,12)	(6.281.464.691.559,67)
(Kenaikan) Aktiva Lancar Lain	937.478.548.276,70	(6.733.131.583.979,93)	(11.076.565.815.083,50)	(17.316.781.219.887,30)
Kenaikan (penurunan) Utang usaha	(1.812.874.044.300,23)	4.663.302.679.015,19	6.057.740.230.531,30	9.392.555.160.708,89
Kenaikan (penurunan) Utang Lancar Lain	(4.815.788.985.213,32)	7.078.174.409.036,42	13.035.582.146.198,00	22.344.800.689.872,10
Arus Kas dari Aktivitas Operasi	1.046.981.642.955,17	465.286.701.593,04	530.909.901.642,13	1.687.862.512.804,46
<i>Capital expenditure (Capex)</i>	(1.699.407.230.009,37)	(1.682.833.416.624,07)	(1.773.602.028.065,19)	(2.027.295.307.572,29)
Aset Tidak Lancar Lain	38.727.008.844.094,60	(8.828.695.773.656,06)	(14.523.944.553.664,40)	(22.706.312.993.065,90)
Arus Kas dari Aktivitas Investasi	37.027.601.614.085,20	(10.511.529.190.280,10)	(16.297.546.581.729,50)	(24.733.608.300.638,20)
Perubahan Arus Kas	21.074.280.074.581,10	14.844.621.616.365,30	13.326.077.238.497,70	23.310.642.648.838,60
Kas Awal	13.165.761.250.874,00	34.240.041.325.455,10	49.084.662.941.820,50	62.410.740.180.318,20
Kas Akhir	34.240.041.325.455,10	49.084.662.941.820,50	62.410.740.180.318,20	85.721.382.829.156,80
Perubahan modal kerja	324.108.906.957,59	(558.264.409.211,31)	(1.325.920.326.797,54)	(366.065.835.056,32)

8. Membuat proyeksi aset tetap, beban depresiasi, dan akumulasi depresiasi

Tabel 10 memperlihatkan hasil proyeksi nilai aset tetap bersih dari tahun 2022 sampai 2025. Aset tetap bersih dihitung menggunakan selisih antara aset kotor dengan akumulasi depresiasi. Proforma aset tetap kotor dihitung dengan mengalikan antara aset tetap tahun sebelumnya dengan asumsi pertumbuhan

aset tetap kotor yang dihitung di tabel 6. Pertumbuhan aset tetap kotor dihitung dengan moving average method. Sebagai contoh untuk menghitung pertumbuhan aset tetap kotor tahun 2022 dihitung dengan formula: $\text{average}(\text{pertumbuhan aset tetap kotor tahun } 2017:2021)$. Untuk menghitung pertumbuhan aset tetap kotor dihitung dengan $(\text{Aset tetap kotor } t / \text{Aset tetap kotor } t-1) - 1$.

Tabel 10: Proyeksi Aset Tetap

Keterangan	2022	2023	2024	2025
Aset Tetap Kotor	8.441.098.267.509,37	10.123.931.684.133,40	11.897.533.712.198,60	13.924.829.019.770,90
Akumulasi	2.009.504.720.233,39	2.808.097.953.273,75	3.737.988.056.836,98	4.862.280.471.635,94
Depresiasi	680.963.454.567,39	798.593.233.040,35	929.890.103.563,24	1.124.292.414.798,96
Aset Tetap Bersih	6.431.593.547.275,97	7.315.833.730.859,69	8.159.545.655.361,65	9.062.548.548.134,98

9. Membuat proyeksi liabilitas

Tabel 11 menunjukkan hasil proforma utang jangka pendek dan utang jangka panjang untuk tahun 2022 sampai dengan 2025. Utang jangka pendek dihitung dengan mengalikan estimasi pembelian dengan asumsi rasio % utang jangka pendek dengan pendapatan. Rasio % utang jangka pendek dengan pendapatan dihitung dengan *moving average method*. Sebagai contoh untuk menghitung Utang jangka pendek tahun 2022 dihitung dengan mengalikan rasio % utang jangka pendek dengan pendapatan tahun 2022 dengan estimasi pembelian tahun 2022. Estimasi pembelian 2022 dihitung dengan estimasi harga pokok

penjualan tahun 2022 ditambah dengan saldo persediaan tahun 2022 dikurangi dengan saldo persediaan tahun 2021.

Utang jangka panjang dihitung dengan mengalikan proyeksi aset kotor dengan asumsi rasio % utang jangka panjang dengan aset kotor. Asumsi rasio % utang jangka panjang dengan aset kotor diperoleh dengan metode rata-rata bergerak. Sebagai contoh untuk menghitung proforma utang jangka panjang tahun 2022 akan diperoleh dengan proyeksi aset kotor tahun 2022 yang diperoleh pada tabel 10 dengan rasio % utang jangka panjang dengan aset kotor tahun 2022.

Tabel 11: Proyeksi Liabilitas

Keterangan	2022	2023	2024	2025
Utang Jangka Pendek	13.444.867.417.062,00	25.744.407.000.758,70	43.432.011.878.148,90	70.690.985.104.990,10
Utang Jangka Panjang	29.869.878.873.765,80	39.992.572.706.846,90	47.370.035.924.786,10	60.294.113.868.543,10
Bunga	2.052.476.949.372,12	3.114.958.463.920,97	4.302.671.169.305,10	7.870.125.279.876,16

4.2. Penentuan Nilai Bisnis PT Waskita Karya (Persero) Tbk.

Dalam menentukan nilai bisnis menggunakan pendekatan pendapatan dalam bentuk *free cash flow for firm*, terdapat beberapa hal yang perlu dipenuhi, antara lain:

1. Weighted average cost of capital (WACC)

Untuk menghitung WACC, perlu menghitung *cost of debt*, *cost of equity*, *cost of preferred stock*, *tax rate*, dan bobot masing-masing komponen.

a. Cost of Debt

Berdasarkan POJK 35, pasal 82, huruf g disebutkan bahwa tingkat bunga utang yang digunakan

adalah bunga pasar dari rata-rata bank yang melaksanakan fungsi pembiayaan dalam menentukan biaya utang, baik utang jangka pendek (utang modal

kerja) maupun utang jangka panjang (utang investasi). Tabel 12 menunjukkan bunga rata-rata bank baik untuk keperluan modal kerja maupun untuk kredit investasi.

Tabel 12: Rata-Rata Bunga Investasi Tahun 2021

Utang Jangka Panjang	Utang Jangka Pendek Modal Kerja	Utang Jangka Panjang Investasi
Bank Persero	8,60	8,67
Bank Swasta Nasional	9,49	8,55
Bank Umum	8,92	8,62
Bank Asing dan Bank Campuran	6,23	8,55
Rata-Rata	8,31	8,59
	8,45125	

Sumber: Diolah dari bps.go.id, 2021

Selain menggunakan bunga rata-rata perbankan, penelitian ini juga mencoba menghitung *cost of debt* menggunakan perbandingan dari beban bunga yang tercatat dengan total *interest-bearing debt*. Sesuai dengan tabel 14, *cost of debt* yang dihasilkan adalah 7,22%. Angka ini diperoleh dari perbandingan beban bunga tahun 2021 dengan total *interest-bearing debt* tahun 2021.

Untuk *tax rate* yang digunakan adalah berdasarkan perbandingan beban pajak dengan laba sebelum pajak. *Tax rate* yang digunakan dalam penghitungan ini adalah rata-rata *tax rate* tahun 2017 sampai dengan 2019, mengingat tahun 2020 dan 2021 trend perusahaan yang tidak normal, sehingga *tax rate* yang digunakan adalah 35,6%. Angka *tax rate* ini hampir mendekati perhitungan dari Damodaran (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) sebesar 35%. Penggunaan tarif pajak ini tidak menggunakan tarif pajak penghasilan badan sebesar 22% karena beban pajak yang dicatat oleh perusahaan tidak hanya berasal dari laba perusahaan saja, namun pajak-pajak lainnya seperti pajak pertambahan nilai, pajak daerah, dan lain-lain.

Dengan mempertimbangkan tarif pajak, maka *cost of debt* apabila menggunakan rata-rata bank adalah 5,44%. Kemudian, *cost of debt after tax* apabila menggunakan perbandingan beban bunga dengan *interest bearing debt* dihasilkan angka 4,65%.

b. Cost of Equity

Biaya modal untuk ekuitas menggunakan formula CAPM:

$$Re = Rf + b(Rm - Rf)$$

Keterangan:

- Re = Cost of equity
Rf = Risk free asset return
B = beta perusahaan
Rm = Market return

WSKT tidak memiliki saham preferen, oleh karena itu biaya modal ekuitas yang dihitung adalah biaya modal atas saham biasa. Dalam menghitung *cost of equity*, penulis menggunakan beberapa data acuan, yaitu:

Tabel 13: Data Market Return

Beta WSKT:	
Yahoo finance	2,320
Pefindo	2,060
Regresi	0,224
Market premium	
Market risk premia	3,04%
Stern NYU	1,88%
Free Risk Asset Return	
Market risk premia	6,38%
IBPA Gov Bond 10 year	6,80%

Sumber: yahoofinance, pefindo, market risk premia, Stern NYU, PHEI, 2022

Berdasarkan data yang ada, penulis menggunakan data yang berasal dari *market risk premia*. Dari data yang diperoleh dari *market risk premia*, maka hasil *cost of equity* adalah 12,64% sesuai dengan tabel 14.

c. WACC

Tabel 14: Cost of Capital

WACC		
Cost of Capital	%	
Cost of Equity		12,64%
Risk Free	6,38%	
Beta	2,06	
Risk Premium	3,04%	
Cost of Debt		4,65%
Interest	7,22%	
Tax	35,6%	
Capital Structure		
Equity 2021	15.461.433.243.830,00	14,92%
Debt 2021	88.140.178.639.510,00	85,08%
Total	103.601.611.883.340,00	100,00%
WACC		5,84%

Biaya modal rata-rata (WACC) diperoleh dengan mengalikan *cost of debt* dan *cost of equity* dengan bobot liabilitas dan bobot ekuitas. Berdasarkan tabel 14 diketahui bahwa bobot ekuitas dan liabilitas WSKT pada 31 Desember 2021 adalah 14,92% dan 85,08%. Dari hasil perkalian tersebut, diperoleh hasil bahwa WACC adalah 5,84%.

2. Free cash flow to firm (FCFF)

Untuk mengukur nilai usaha, salah satu model dalam pendekatan pendapatan yang digunakan sesuai

dengan SPI 330 adalah model FCFF. FCFF merupakan jumlah kas bebas yang tersedia untuk didistribusikan kepada pemegang saham dan kreditor setelah memperhitungkan kebutuhan operasi dan investasi.

Perhitungan proforma FCFF WSKT tahun 2022 sampai dengan 2025 dapat dilihat pada tabel 16. Berdasarkan proyeksi laporan keuangan tahun 2022-2025, nilai FCFF pada tahun 2022 adalah Rp669 milyar, naik signifikan dari tahun 2021 yang mengalami negatif FCFF. Asumsi kenaikan ini sesuai dengan kondisi 2021 yang memasuki tahap pemulihan dari dampak pandemi covid-19. Proyeksi FCFF WSKT cenderung naik hingga di tahun 2025 akan mencapai Rp3,768 triliun.

3. Terminal Value

Terminal value merupakan Nilai dari jumlah arus kas untuk periode setelah periode waktu tetap, dimana arus kas yang diterapkan akan mengalir secara perpetuity. Dalam penghitungan terminal value WSKT, penulis menggunakan tingkat pertumbuhan 2,81% dengan mempertimbangkan nilai pertumbuhan positif minimal atas PDB sektor konstruksi seperti pada tabel 15.

Tabel 15: Pertumbuhan PDB Sektor Konstruksi

Date	PDB Harga Berlaku	Pertumbuhan PDB Sektor Konstruksi
2017	1410513,6	6,8
2018	1562297	6,09
2019	1701741,2	5,76
2020	1652659,6	-3,26
2021	1771726,7	2,81

Sumber: diolah dari katadata.co.id, 2022

Dengan menggunakan tingkat pertumbuhan 2,81%, maka nilai *terminal value* dapat dicari dengan formula growth perpetuity (Titman, 2018), yaitu:

$$TV = \frac{FCFF_{2025} * (1 + g)}{WACC - g}$$

Dengan menggunakan formula tersebut diperoleh nilai terminal value FCFF adalah Rp160,3 triliun

Tabel 16: Free Cash Flow to Firm

Keterangan	2021	2022	2023	2024	2025	Periode Tetap
EBIT	2.401.745.888.078,00	2.117.546.309.442,26	3.464.233.484.854,54	5.741.860.739.985,68	9.313.500.427.295,58	
Beban Bunga	3.854.428.130.334,00	2.052.476.949.372,12	3.114.958.463.920,97	4.302.671.169.305,10	7.870.125.279.876,16	
EBT	(1.452.682.242.256,00)	65.069.360.070,14	349.275.020.933,57	1.439.189.570.680,58	1.443.375.147.419,42	
Beban pajak	992.807.542.191,00	23.160.078.639,95	124.317.143.169,58	512.249.445.804,15	513.739.214.357,59	
EAT	(2.445.489.784.447,00)	41.909.281.430,19	224.957.877.764,00	926.940.124.876,43	929.635.933.061,83	
Depresiasi dan amortisasi	606.756.342.472,00	680.963.454.567,39	798.593.233.040,35	929.890.103.563,24	1.124.292.414.798,96	
Beban bunga (1-t)	(3.023.825.541.397,28)	1.321.940.680.029,60	2.006.254.107.418,51	2.771.225.300.841,95	5.068.918.687.530,34	
Capital Expenditure (Capex)	1.258.507.749.827,00	(1.699.407.230.009,37)	(1.682.833.416.624,07)	(1.773.602.028.065,19)	(2.027.295.307.572,29)	
Perubahan modal kerja	(2.677.059.033.461,00)	324.108.906.957,59	(558.264.409.211,31)	(1.325.920.326.797,54)	(366.065.835.056,32)	
Arus kas bersih FCFF	(6.281.110.267.006,28)	669.515.092.975,40	788.707.392.387,48	1.528.533.174.418,88	4.729.485.892.762,51	160.306.254.080.884,00
Tahun		-	1,00	2,00	3,00	4,00
Pertumbuhan	2,81%					
WACC	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%
Discount Factor	100,00%	94,48%	89,26%	84,34%	79,68%	79,68%
Nilai kini		632.553.806.990,74	704.028.297.614,82	1.289.098.713.396,00	3.768.446.399.974,87	127.731.753.467.966,00
Nilai usaha	134.125.880.685.943,00					
Interest Bearing Debt	47.956.930.202.543,00					
Nilai Pasar Wajar Ekuitas	86.168.950.483.399,70					
Harga Wajar per lembar Saham	1.269,62					
Harga Sekarang	635,00					
Potensi Kenaikan / Penurunan	99,94%					

4. Nilai Usaha dan Nilai Saham PT Waskita Karya (Persero) Tbk. menggunakan FCFF

Setelah menghitung *terminal value*, langkah selanjutnya adalah menghitung nilai kini. Nilai kini atau nilai usaha (nilai intrinsik perusahaan) dihitung dengan menjumlahkan *present value* dari FCFF yang didiskontokan dengan WACC. Berdasarkan tabel 16 diketahui bahwa nilai intrinsik perusahaan adalah sebesar Rp134,125 triliun.

Untuk menghitung nilai saham WSKT, nilai usaha yang diperoleh dikurangkan dengan nilai interest bearing debt sehingga diperoleh nilai ekuitas sebesar Rp86,168 triliun. Kemudian, nilai ekuitas dibagi dengan jumlah saham beredar yang menghasilkan nilai saham per lembar WSKT adalah Rp1.269,00. Nilai yang diperoleh adalah nilai intrinsik saham per 31 Desember 2021. Harga pasar saham per 31 Desember 2021 adalah Rp635, atau harga saham *underpriced*, sehingga ada kemungkinan saham WSKT mengalami apresiasi 99% menuju nilai intrinsiknya.

4.3. Penentuan Nilai Intrinsik Saham PT Waskita Katya (Persero) Tbk.

1. Menggunakan FCFE

Untuk mencari nilai intrinsik saham WSKT menggunakan metode FCFE, maka setelah mendapatkan nilai *cost of equity* pada tabel 14, langkah berikutnya adalah menghitung nilai arus kas bebas untuk pemegang saham. FCFE merupakan jumlah kas yang tersedia untuk shareholders setelah mempertimbangkan kebutuhan operasional perusahaan, kebutuhan investasi, dan pembayaran kepada kreditor. Sehingga, arus kas FCFE murni dapat didistribusikan kepada pemegang saham.

Berdasarkan formula FCFE yang sudah di bahas di bab sebelumnya, Tabel 17 menunjukkan hasil perhitungan FCFE tahun 2022 sampai dengan 2025. Proforma FCFE WSKT meningkat setiap tahun sebagai dampak *forecasting* yang optimis bahwa perusahaan akan terus tumbuh. Hal ini sebenarnya sesuai dengan perkiraan Wakil Ketua Umum (WKU) Kadin Indonesia

bidang Pekerjaan Umum dan Perumahan Rakyat (PUPR) dan Infrastruktur Ihsannul Kamil (Waseso,

2022b) yang menyatakan pertumbuhan sektor konstruksi di tahun 2022 adalah 7,2%

Tabel 17: *Free Cash Flow to Equity*

Free Cash Flow To Equity	2022	2023	2024	2025	Periode Tetap
Keterangan					
EBT	65.069.360.070,14	349.275.020.933,57	1.439.189.570.680,58	1.443.375.147.419,42	
Beban pajak	23.160.078.639,95	124.317.143.169,58	512.249.445.804,15	513.739.214.357,59	
EAT	41.909.281.430,19	224.957.877.764,00	926.940.124.876,43	929.635.933.061,83	
Depresiasi dan amortisasi	680.963.454.567,39	798.593.233.040,35	929.890.103.563,24	1.124.292.414.798,96	
Capital Expenditure (Capex)	(1.699.407.230.009,37)	(1.682.833.416.624,07)	(1.773.602.028.065,19)	(2.027.295.307.572,29)	
Perubahan modal kerja	324.108.906.957,59	(558.264.409.211,31)	(1.325.920.326.797,54)	(366.065.835.056,32)	
Penambahan (Pengurangan Hutang)	(10.067.433.652.538,20)	22.422.233.416.777,70	25.065.068.095.329,50	40.183.051.170.598,10	
Arus kas bersih FCFE	(10.719.859.239.592,40)	21.204.686.701.746,70	23.822.375.968.906,40	39.843.618.375.830,30	329.169.142.143.280,00
Tahun	1,00	2,00	3,00	4,00	4,00
Pertumbuhan	0,48%				
Cost of Equity	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%
Discount Factor	88,78%	78,81%	69,97%	62,11%	62,11%
Nilai kini	(9.516.717.718.720,81)	16.711.986.259.442,40	16.667.842.540.806,90	24.748.631.615.594,20	204.461.496.475.606,00
Jumlah nilai kini ekuitas	253.073.239.172.728,00				
Harga Wajar per lembar Saham	3.728,81				
Harga Sekarang	635,00				
Potensi Kenaikan / Penurunan	487,21%				

Pada tabel 17 terlihat bahwa di tahun 2022, FCFE masih bernilai negatif Rp10,719 triliun. Hal ini dikarenakan di tahun tersebut terdapat pengurangan hutang sebagai dampak pemulihan pasca pandemi covid dimana fleksibilitas pembiayaan sudah mulai diperketat. Mulai tahun 2023, FCFE sudah bernilai positif karena perusahaan sudah dalam tahap tumbuh yang ditandai dengan aktiva bersih dan modal kerja yang naik mengikuti pertumbuhan pendapatannya.

Pada saat menentukan nilai terminal, penulis menggunakan asumsi *growth perpetuity* seperti pada

penghitungan terminal value FCFF. Namun, untuk menentukan growth, penulis menggunakan *retention ratio* dikalikan dengan *return on equity (ROE)* seperti pada Titman (2018). Tabel 18 menggambarkan pertumbuhan perusahaan yang dihitung menggunakan *retention ratio* dan ROE. Dalam menentukan tingkat pertumbuhan yang digunakan, g tahun 2018, 2019, dan 2021 digunakan dan dihitung rata-ratanya. Tingkat pertumbuhan tahun 2020 tidak digunakan karena nilai g nya tidak normal.

Tabel 18: Growth Perusahaan (g)

	2018	2019	2020	2021
ROE	15,99%	3,53%	-81,26%	-12%
DPR	16,81%	96,29%	-0,51%	0,00%
Retention	83,19%	3,71%	100,51%	100,00%
g	13,30%	0,13%	-81,67%	-12,00%
Rata-Rata	0,48%			

Setelah menghitung g, nilai terminal value dihitung dengan formula:

$$TV = \frac{FCFE_{2025} * (1 + g)}{WACC - g}$$

Sehingga nilai ekuitas yang dihasilkan adalah Rp253 triliun. Untuk menentukan nilai intrinsik saham per lembar, nilai ekuitas dibagi dengan jumlah lembar saham beredar yang menghasilkan nilai saham per lembar WSKT pada 31 Desember 2021 adalah Rp3.728. Nilai tersebut lebih besar 487 kali dari harga saham pada 31 Desember 2021. Sehingga, dapat dikatakan bahwa nilai intrinsik WSKT dalam kondisi underpriced atau dihargai lebih rendah dari nilai intrinsiknya.

2. Menggunakan *Discounted Dividend Model (DGM)*

Setelah menghitung nilai intrinsik saham menggunakan metode FCFF dan FCFE, perhitungan berikutnya akan menggunakan *dividend growth model*. *Dividend growth model* digunakan dengan mengasumsikan bahwa perusahaan akan membagi dividend sepanjang waktu. Pada penelitian ini, asumsi

yang digunakan adalah pada saat perusahaan mengalami kerugian, maka tahun berikutnya tidak akan membagikan dividen. Seperti pada tabel 7, tahun 2020 dan 2021 WSKT mengalami kerugian, sehingga di tahun 2021 dan 2022 tidak akan membagikan dividen. Di tahun 2022, WSKT diproyeksikan mendapatkan laba, maka di 2023 akan dibayarkan dividen.

Untuk menghitung *Terminal Value*, tingkat pertumbuhan (g) yang digunakan sama dengan yang digunakan pada penghitungan model FCFE yaitu sesuai tabel 18. Tabel 19 menunjukkan bahwa nilai terminal value adalah Rp1,020 triliun. Nilai Dividen tahun 2023 sampai 2025 dan terminal value kemudian didiskontokan menggunakan *cost of equity* sebesar 12,64% yang menghasilkan nilai kini ekuitas adalah Rp1.184 triliun. Kemudian nilai tersebut dibagi dengan jumlah saham yang beredar, sehingga menghasilkan nilai intrinsik saham pada 31 Desember 2021 adalah Rp17,45. Nilai ini lebih rendah 97% dari harga saham pada 31 Desember 2021, atau dengan kata lain harga saham WSKT adalah *overpriced*

Tabel 19: Dividend Model

Keterangan	2021	2022	2023	2024	2025	Periode Tetap
Dividend	-	-	8.987.837.440,94	48.244.321.243,47	198.790.980.793,81	1.642.317.120.811,82
Tahun	0	1	2	3	4	4
Pertumbuhan	0,48%					
Cost of Equity	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%	12,64%
Discount Factor	100,00%	88,78%	78,81%	69,97%	62,11%	62,11%
Nilai kini	-	-	7.083.557.419,53	33.755.186.763,23	123.477.860.513,62	1.020.115.719.299,50
Nilai Pasar Wajar Ekuitas	1.184.432.323.995,88					
Saham Preferen						
Harga Wajar per lembar Saham	17,45					
Harga Sekarang	635,00					
Potensi Kenaikan / Penurunan	-97,25%					

3. Rekonsiliasi Nilai Intrinsik

Untuk menentukan nilai intrinsik saham WSKT, perlu dilakukan rekonsiliasi antar metode penilaian yang digunakan di atas. Pada penelitian ini, penulis mencoba menggunakan 2 metode rekonsiliasi. Yang pertama seperti yang dilakukan Ferry Irawan (2021) dengan melakukan pembobotan melalui pemenuhan variabel tertentu untuk masing-masing metode, dan

yang kedua menggunakan perbedaan nilai intrinsik dan harga pasar saham saat pengukuran.

Untuk metode pertama, variabel yang digunakan untuk pembobotan adalah seperti pada tabel 20. Menggunakan tabel 20, terlihat bahwa bobot untuk FCFF, FCFE, dan DGM masing-masing sebesar 38%, 31%, dan 31%.

Tabel 20: Pembobotan Nilai

Penentuan Bobot	FCFF	FCFE	DGM
Penggunaan data historis	1	1	1
Penggunaan forecast	1	1	1
Penghitungan CoC	1	1	1
Penghitungan TV	1	1	1
Penggunaan Data Industri	1	0	0
	5	4	4
Bobot	38%	31%	31%

Setelah menentukan bobot, maka nilai rekonsiliasi yang dihasilkan dapat dilihat pada tabel 21.

Hasil rekonsiliasi menunjukkan nilai intrinsik saham WSKT adalah Rp1.641 pada tanggal 31 Desember 2021.

Tabel 21: Hasil Rekonsiliasi Nilai Intrinsik dengan Metode Pembobotan

Metode	Nilai Intrinsik	Bobot	Nilai Intrinsik
FCFF	1.269,62	38%	488,32
FCFE	3.728,81	31%	1.147,33
DGM	17,45	31%	5,37
			1.641,01

Menggunakan metode rekonsiliasi yang kedua, porsi ditentukan dengan melihat perbedaan nilai intrinsik dengan harga saham pada 31 Desember 2021.

Dengan menggunakan cara ini, nilai intrinsik rekonsiliasi adalah Rp526,00 sesuai tabel 22

Tabel 22: Rekonsiliasi Nilai Intrinsik dengan Metode Perbedaan Nilai Pasar

Tanggal	Nilai Wajar	Harga Saham 31 Des 2021	Potensi Perbedaan	Porsi	Nilai Wajar
FCFF	1.269,62	635	99,9%	39,80%	505,31
FCFE	3.728,81	635	487,2%	0,27%	10,23
DGM	17,45	635	-97,3%	59,93%	10,46
			4,90	100%	526,00

4. Nilai Intrinsik Pada Saat ini (10 Agustus 2022)

Setelah mendapatkan nilai rekonsiliasi, langkah selanjutnya adalah menentukan nilai intrinsik pada 10 Agustus 2022. Untuk menentukan nilai intrinsik pada

10 Agustus 2022, maka nilai rekonsiliasi akan di-*future value*-kan selama 7 bulan menggunakan *cost of equity* yang telah dihitung. Hasilnya adalah seperti pada tabel 23.

Tabel 23: Nilai Intrinsik Pada 10 Agustus 2022

Metode Rekon	Nilai Intrinsik	CoE	FVIF	Agustus 2022	10 Agustus
Cara 1	1.641,01	12,64%	1,07612	1.765,92	530
Cara 2	526,00	12,64%	1,07612	566,04	530

Berdasarkan tabel 23, diperoleh hasil nilai intrinsik menggunakan pendekatan pertama adalah Rp1.765 dan pendekatan kedua adalah Rp566.

4.4. Menentukan Nilai Penyertaan Pemerintah Pada PT Waskita Karya (Persero) Tbk.

Berdasarkan SPI 330 dan POJK 35, bahwa dalam menentukan nilai pada objek penilaian maka perlu memperhitungkan Diskon Likuiditas Pasar (*Discount for Lack of Marketability/DLOM*) dan Premi Pengendalian (*Premium for Control/PFC*) atau Diskon Tanpa Pengendalian (*Discount for Lack of Control*). Pemerintah merupakan pemegang saham mayoritas WSKT dimana berdasarkan laporan keuangan tahun 2021, Pemerintah memegang 82,48% saham beredar

WSKT. Oleh karena itu, *premium for control* yang dapat diperhitungkan adalah antara 20-35%.

Apabila pemilihan maksimal 100% memiliki premi pengendalian 35%, maka untuk pemilihan 82,48% adalah $82,48/100 \times 35\% = 28,68\%$. Sehingga untuk menghitung nilai penyertaan pemerintah akan ditambahkan premi pengendalian.

Selain itu, saham WSKT terdaftar dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia yang artinya saham WSKT termasuk likuid atau dapat dijadikan kas dalam waktu yang tidak lama. Berdasarkan data perdagangan di idx.co.id, pada tanggal 10 Agustus 2022 sesuai gambar 1, dari sisi frekwensi perdagangan mencatatkan posisi 131 sebagai saham teraktif dengan 1.878 transaksi. Hal ini menandakan saham WSKT likuid. Untuk diskon likuiditas sesuai dengan POJK 35 maksimal sebesar 20%.

Gambar 1: Perdagangan WSKT

133	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk.	3.450	3.400	3.450	30	6.646.100	22.672.789.000	1.909
134	WSKT	Waskita Karya (Persero) Tbk.	550	530	530	-15	22.431.600	12.005.178.500	1.878
135	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.	7.800	7.650	7.775	0	2.335.200	18.013.802.500	1.864
136	MTEL	Dayamitra Telekomunikasi Tbk.	765	755	765	0	17.697.100	13.440.556.500	1.854
137	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.	1.550	1.525	1.530	-20	10.908.000	16.749.451.500	1.845
138	AXIO	Tera Data Indonusa Tbk.	294	286	290	2	21.489.700	6.257.257.800	1.829
139	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.	990	970	975	-15	14.760.600	14.431.371.000	1.812

Untuk menentukan diskon likuiditas, frekwensi penjualan WSKT akan dibandingkan dengan perusahaan teraktif dalam perdagangan 10 Agustus 2022. PT Trimitra Propertindo Tbk. (LAND) menjadi perusahaan dengan frekwensi perdagangan paling banyak sebesar 62.394 frekwensi perdagangan. Dengan asumsi LAND menjadi yang paling likuid (0%

diskon), maka diskon likuiditas untuk WSKT adalah $20\% - (1.878/62.394) = 16,9\%$.

Setelah menentukan DLOM dan PFC, langkah selanjutnya adalah menentukan berapa nilai penyertaan Pemerintah pada WSKT. Hasil perhitungan diperlihatkan pada Tabel 24. Berdasarkan hasil perhitungan diketahui bahwa nilai intrinsik WSKT adalah Rp1.885 (Cara 1) dan Rp604 (Cara 2).

Tabel 24: Nilai Intrinsik Setelah DLOM dan PFC

Metode Rekon	Agustus 2022	DLOM	PFC	% Pemilikan	Nilai Final
Cara 1	1.765,92	-16,90%	28,68%	82,48%	1.885,22
Cara 2	566,04	-16,90%	28,68%	82,48%	604,28

Kemudian dengan mengalikan dengan jumlah lembar saham yang dimiliki oleh Pemerintah, maka nilai penyertaan modal Pemerintah pada WSKT adalah Rp40,9 triliun (metode pembobotan) dan Rp13,1 triliun (metode perbedaan nilai pasar) seperti ditunjukkan pada tabel 25.

Tabel 25: Nilai Penyertaan Pemerintah

Nilai Final	Jumlah Saham	Nilai Final
1.885,22	21.705.633.362	40.919.832.877.886
604,28	21.705.633.362	13.116.192.530.409

5. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan pembahasan pada Bab IV, simpulan yang dihasilkan antara lain:

1. Dalam melakukan penyusunan ramalan laporan keuangan menggunakan metode moving average diperlukan beberapa langkah yang harus dikerjakan. *Professional judgement* juga perlu dilakukan untuk memutuskan data-data yang tidak normal.
2. Menggunakan metode FCFF, nilai bisnis WSKT dapat diukur sebesar Rp134,125 triliun. Kemudian dengan mengurangi dengan nilai interest-

- bearing debt, maka nilai ekuitas WSKT adalah Rp86 triliun atau Rp1.269 per lembar saham.
3. Nilai intrinsik ekuitas WSKT menggunakan metode FCFE adalah Rp253 triliun atau Rp3.728 per lembar. Sedangkan apabila menggunakan metode DGM, nilai ekuitas WSKT adalah Rp1,1 triliun atau Rp17,45 per lembar saham. Setelah dilakukan rekonsiliasi, nilai intrinsik saham WSKT adalah Rp1.641 (metode pembobotan) dan 526 (metode perbedaan nilai pasar). Nilai intrinsik saham per 10 Agustus 2022 adalah Rp1.765 dan Rp566.
 4. Untuk nilai penyertaan modal Pemerintah pada WSKT setelah mempertimbangkan DLOM dan PFC adalah Rp40 triliun (metode pembobotan) dan Rp13 triliun (metode perbedaan nilai pasar).

6. KETERBATASAN

Keterbatasan penelitian ini adalah belum menerapkan metode yang digunakan untuk perusahaan lain, sehingga belum dapat menilai efektivitas model yang diteliti. Selain itu, penentuan asumsi yang digunakan tidak mempertimbangkan kondisi makro dan mikro perusahaan, seperti tidak melakukan analisis industri dan analisis strategi. Kemudian, keterbatasan lainnya adalah dalam melakukan proyeksi laporan keuangan, penulis tidak melakukan analisis akuntansi karena mengasumsikan bahwa laporan keuangan WSKT disajikan bebas dari distorsi akuntansi.

DAFTAR PUSTAKA (REFERENCES)

- Azka, Ri. M. (2022, July 18). Melejit! Waktita (WSKT) Cetak Kontrak Baru Rp9,31 triliun di Semester I/2022. *Bisnis.Com*.
- Biro Analisa Anggaran dan Pelaksanaan APBN-Setjen DPR RI. (2016). *Penyertaan Modal Negara Kepada BUMN*.
- Chachanoy, M. M. (2019). Prospective tools applied to a business valuation model of free cash flow discounted. *Espacios*, 40(43).
- Dewi, E. N. S., & Chamid, A. A. (2019). Implementation of Single Moving Average Methods For Sales Forecasting Of Bag In Colplementation of Single Moving Average Methods For Sales Forecasting Of Bag In Convection Tas Loram Kulonnvection Tas Loram Kulon. *Transformatika*, 16(2), 113–125.
- Dranko, O. (2020). The Aggregate Model of Business Valuation by Three Methods. *Proceedings of 2020 13th International Conference Management of Large-Scale System Development, MLSD 2020*. <https://doi.org/10.1109/MLSD49919.2020.9247842>
- Farisa, F. C. (2022, January 18). Butuh Biaya Rp 501 Triliun, Bagaimana Skema Pendanaan Pembangunan Ibu Kota “Nusantara”? *Kompas.Com*.
- Fernando, A. (2021, December 31). Saham BUMN 2021: Cuma 7 yang Cuan Euy... *CNBC Indonesia*.
- Ghozali, I. (2020). *25 grand theory: Teori besar ilmu manajemen, akuntansi dan bisnis (Untuk landasan teori skripsi, tesis dan disertasi)*. Yoga Pratama.
- Giese, G. (2019). Foundations of esg investing: How esgaffects equity valuation, risk, and performance. *Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69–83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
- Hayuningtyas, R. Y. (2017). Peramalan Persediaan Barang Menggunakan Metode Weighted Moving Average dan Metode Double Exponential Smoothing. *Pilar Nusa Mandiri*, 13(2), 217–222.
- Idris, M. (2021, April 9). Derita Waskita: Utang Menggunung, Rugi Triliunan, Anak Digugat Pailit. *Kompas.Com*.
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2019). *Standar Akuntansi Keuangan: Vol. Cetak 2*. IAI.
- Ikeda, Y. (2004). Forecast of business performance using an agent-based model and its application to a decision tree Monte Carlo business valuation. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 344(1), 87–94. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2004.06.093>
- Irawan, F., & Ekapradana, I. G. A. P. (2021). Analisis Valuasi Nilai Pasar Wajar Saham Pt Bank Danamon Indonesia Tbk Dalam Rangka Akuisisi Tahap Kedua Oleh MUFG Bank Ltd. *Jurnal Pajak Indonesia (Indonesian Tax Review)*, 4(2), 32–42. <https://doi.org/10.31092/jpi.v4i2.1053>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*.
- Jones, C. P. (2013). *Investment Analysis* (Twelfth edition). Wiley.
- Kazlauskienė, V. (2008). Business valuation model based on the analysis of business value drivers. *Engineering Economics*, 2(57), 23–31.
- Komite Penyusun Standar Penilaian Indonesia, M. (2018). *KEPI & SPI: Kode Etik Penilaian Indonesia dan Standar Penilaian Indonesia* (VII). MAPPI.
- Lee, Y., & Brorsen, B. W. (2017). Permanent shocks and forecasting with moving averages. *Applied Economics*, 49(12), 1213–1225. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1213368>
- Moro-Visconti, R. (2020). Sustainability in FinTechs: An explanation through business model scalability and market valuation. *Sustainability (Switzerland)*, 12(24), 1–24. <https://doi.org/10.3390/su122410316>
- NA. (2013, July 19). *Peran DJKN Dalam Penetapan Penyertaan Modal Negara*. Djkn.Kemenkeu.Go.Id.
- OECD. (2015). *Survei Ekonomi OECD Indonesia*.
- Paul, B., & Jayadas, N. H. (2015). A Demand Forecast Model based on Moving Average and Markov

- Method. *Journal of Statistics and Management Systems*, 18(1–2), 139–159. <https://doi.org/10.1080/09720510.2014.961766>
- Pinto, J. E. (2020a). *Equity asset valuation*. books.google.com. <https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=MbnEDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR15&dq=equity+valuation&ots=TDnPDlQsQY&sig=ItfKO3T7lweYnHCTwd9AoIDf8ic>
- Pinto, J. E. (2020b). *Equity asset valuation*. books.google.com. <https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=MbnEDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR15&dq=equity+valuation&ots=TDnPDlQsQY&sig=ItfKO3T7lweYnHCTwd9AoIDf8ic>
- Pinto, J. E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial* <https://doi.org/10.1002/rfe.1040>
- Rokhlinsari, S. (2014). Perbankan Syariah dan Manajemen Laba. *Al Amwal*, 6(1).
- Saurin, V. (2009). A comparative study of discounted cash flow and residual income models for business valuation: Case study of a power energy company. *Revista de Administracao Mackenzie*, 10(1), 89–113. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000100005>
- Silva, Z., Zakir, A., & Irwan, D. (2020). Penerapan Metode Weighted Moving Average Untuk Peramalan Persediaan Produk Farmasi. *JiTEKH*, 8(2), 59–64. <https://doi.org/10.35447/jitekh.v8i2.220>
- Subramanyam, K. R. (2014). *Financial Statement Analysis* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Suhendra, C. A., Asfi, M., Lestari, W. J., & Syafrinal, I. (2021). Sistem Peramalan Persediaan Sparepart Menggunakan Metode Weight Moving Average dan Reorder Point. *MATRIK : Jurnal Manajemen, Teknik Informatika Dan Rekayasa Komputer*, 20(2), 343–354. <https://doi.org/10.30812/matrik.v20i2.1052>
- Titman, S., Keown, A. J., & Martin, J. D. (2018). *Financial Management: Principles and Applications* (13th ed.). Pearson.
- Waseso, R. (2022, April 18). Kadin Optimistis Proyek Infrastruktur Akan Dorong Pertumbuhan Ekonomi Indonesia. *Kontan.Co.Id*.